

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

VINICIUS FERREIRA DE LIMA MARIANI

**A ESTRUTURA DA SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS NO BRASIL E A
FORMAÇÃO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS
CREDITÓRIOS (FIDC)**

CURITIBA

2014

VINICIUS FERREIRA DE LIMA MARIANI

**A ESTRUTURA DA SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS NO BRASIL E A
FORMAÇÃO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS
CREDITÓRIOS (FIDC)**

Monografia apresentada ao Curso de Pós-Graduação em Controladoria do Departamento de Ciências Contábeis do Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, como requisito para obtenção do título de especialista em Controladoria.

Orientadora: Prof.^a Dra. Ana Paula Mussi Szabo Cherobim.

CURITIBA

2014

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus, “porque d’Ele, por Ele e para Ele são todas as coisas”. Agradeço a minha amada esposa Vanessa que sempre esteve ao meu lado me apoiando o tempo todo e aos meus pais que sempre foram meus incentivadores e me deram todas as condições para o estudo.

Obrigado a minha orientadora Prof.^a Dra. Ana Paula Mussi Szabo Cherobim pela paciência, acompanhamento e direcionamento neste trabalho.

Por fim, agradeço a todos os professores que participaram da minha formação.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Comparativo de Valores Mobiliários

Quadro 2 – Normativos Publicados pela CVM em 2013

Quadro 3 – Prestadores de serviço registrados / autorizados

Quadro 4 – Fluxo do FIDC

Quadro 5 – Ranking de Administradores de FIDC por Número de Operações – Consolidado

Quadro 6 – Ranking de Agências de Classificação de Risco por Número de Cotas de FIDC Classificadas – Consolidado

Quadro 7 – Ranking de Auditores de FIDC por Número de Operações – Consolidado

Quadro 8 – Ranking de Custodiantes de FIDC por Número de Operações – Consolidado

Quadro 9 – Ranking de Líderes de Distribuição de Cotas de FIDC por Número de Títulos em 2013

Quadro 10 – Quantitativo de Fundos até Dezembro de 2013

Quadro 11 – Ranking de FIDC por Montante de PL – Consolidado

Quadro 12 – Ranking de Gestores de FIDC por Número de Operações – Consolidado

Quadro 13 – Exemplos de Ativos Securitizados

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Número de FIDC Registrados na CVM por Ano

Gráfico 2 – Emissões de cotas de FIDC por Atividade Econômica do Cedente

Gráfico 3 – Composição do Montante Emitido de Cotas de FIDC em 2013 por Classe de Investidor (% de Montante)

Gráfico 4 – Patrimônio Líquido dos FIDC

Gráfico 5 – Patrimônio Líquido de FIDC por Ativo-lastro (em R\$ milhões)

RESUMO

O objetivo do estudo é descrever as principais características da estrutura de securitização e a formação de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios no Brasil (FIDC). Por meio da metodologia de pesquisas bibliográficas, sites oficiais, legislação e análise documental, foram apresentados dados recentes das atividades e dos participantes deste mercado, além das entidades e normas que regulamentam as operações de securitização de recebíveis. O estudo ainda mostra a evolução deste negócio ao longo dos últimos anos, o aperfeiçoamento dos procedimentos, os riscos, os benefícios, a ampliação dos investimentos e o crescimento da emissão de cotas em FIDC's com diversas atividades econômicas.

Palavras-chave: Securitização, FIDC, Mercado, Crédito.

ABSTRACT

This study aims to describe the main characteristics of securitization structures and the formation of receivable funds in Brazil. By means of literature, official websites, legislation and documental analysis, were presented recent data of activities and participants of this market, beyond the organizations and rules that guides operations of securitization. The study still shows the progress of this business over the past years, the improvement of procedures, intrinsic risks, benefits, the increase of investments and the rise of issuing cotes through FIDC with many economic activities.

Keywords: Securitization, FIDC, Market, Credit.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	9
2 PROBLEMA	11
3 OBJETIVOS	11
3.1 Objetivo Geral	11
3.2 Objetivos Específicos	11
4 JUSTIFICATIVA	11
5 METODOLOGIA.....	12
6 REFERENCIAL TEORICO	12
6.1 Securitização.....	15
6.1.1 Estrutura da Securitização por meio de FIDC	16
6.1.2 Regulamentações e Procedimentos Utilizados na Formação do FIDC	21
6.2 Fluxograma de uma operação de FIDC	28
6.3 Benefícios da Securitização.....	39
6.4 Gestão de Riscos.....	42
7 CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS	45
REFERÊNCIAS	47

1 INTRODUÇÃO

A securitização de recebíveis no Brasil, comparativamente a outros mercados, tais como o norte-americano e o europeu, ainda é recente e pouco utilizada, embora esteja em expansão nos últimos anos. Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) são fundos cujo lastro é formado por contratos de recebimentos futuros. Hoje se caracterizam como o principal veículo de securitização no Brasil, tecnologia financeira que vem ganhando importância crescente no país.

Também conhecido como fundo de recebíveis, o FIDC é uma combinação de recursos que destina a parcela principal do respectivo patrimônio líquido para a aplicação em direitos creditórios – direitos e títulos representativos de crédito, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços.

O quadro a seguir apresenta o volume de emissões primárias e secundárias dos principais valores mobiliários desde 2001, expresso em R\$ Milhões.

Quadro 1 – Comparativo de Valores Mobiliários.

Ano	Ações	Debêntures	Notas Promissórias	CRI	FIDC
2001	5.919,87	15.162,14	5.266,24	222,80	0,00
2002	6.151,12	14.635,60	3.875,92	142,18	200,00
2003	2.723,37	5.282,40	2.127,83	287,60	1.540,00
2004	9.152,55	9.613,81	2.241,00	403,00	5.134,65
2005	14.142,01	41.538,85	2.631,54	2.102,32	8.579,13
2006	31.306,92	69.464,00	5.278,50	1.071,44	14.262,00
2007	75.499,00	48.073,00	9.726,00	1.520,00	12.088,00
2008	34.882,13	24.049,00	25.438,00	4.809,00	12.878,00

2009	47.130,72	27.614,00	22.643,00	3.242,00	10.112,00
2010	150.285,00	52.293,00	18.737,00	7.592,00	13.720,00
2011	18.982,00	48.500,00	18.019,00	12.427,00	14.734,00
2012	14.300,00	88.446,00	22.652,00	10.361,00	6.058,00
2013	23.895,00	66.136,00	20.809,00	14.480,00	5.923,00
2014	14.992,00	30.142,00	11.735,00	6.408,00	2.805,00

Fonte: CVM e ANBIMA

Criados pela Resolução CMN nº2.907, de 29 de novembro de 2001 e posteriormente regulados pela Instrução CVM nº356 de 17 de dezembro de 2001, hoje após mais de 10 anos de sua regulamentação inicial, os FIDC's estão passando por um momento de transição regulatória. São responsáveis pelo crescimento exponencial das operações de securitização e pelo crescimento dos setores participantes neste mercado. Essa movimentação também aumentou o interesse e a competição entre os participantes do mercado de securitização no Brasil.

Conforme a CVM (2013), existem atualmente aproximadamente 397 fundos que carregam um patrimônio líquido consolidado de cerca de R\$ 108 bilhões. Esses fundos já conquistaram, assim, o status de alternativa de financiamento de empresas de todos os portes, tanto para investimentos em infraestrutura como para capital de giro.

A estrutura de uma operação de FIDC trouxe para o mercado o conceito e a prática de mais uma inovação financeira, relacionada à análise de risco e atuação de participantes especializados em finanças estruturadas. Para a utilização adequada deste veículo, faz-se necessário compreender detalhadamente suas características e histórico.

2 PROBLEMA

Embora a securitização apresente características muito parecidas em todos os mercados em que está presente, sua profundidade e destinos podem variar bastante de um mercado para o outro, dependendo da legislação vigente, da demanda por títulos securitizados, dos incentivos fiscais envolvidos e da maturidade do mercado financeiro de cada localidade. Esta pesquisa visa explorar a seguinte questão: **quais as características normativas e a evolução recente dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) no Brasil?**

3 OBJETIVOS

3.1 Objetivo Geral:

Explicitar o funcionamento da securitização de recebíveis no Brasil por meio dos FIDC.

3.2 Objetivos Específicos:

- Identificar os procedimentos da securitização
- Definir a estrutura da securitização
- Apontar os riscos à securitização
- Citar os benefícios da securitização
- Determinar a regulamentação utilizada na formação dos FIDC

4 JUSTIFICATIVA

A justificativa está em permitir ao leitor o entendimento da Securitização de Recebíveis no Brasil e o seu desenvolvimento no Mercado Brasileiro, abordando os Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios – FIDC's, tendo em vista sua importância como mais uma alternativa de captação de recursos de longo prazo para as empresas em seus processos produtivos.

5 METODOLOGIA

A metodologia aplicada na realização deste trabalho se baseia em pesquisas bibliográficas, coleta de dados em sites oficiais, manuais técnicos e aspectos legislativos. A abordagem é qualitativa, baseada em análise documental.

6 REFERENCIAL TEORICO

Há muito tempo, os bancos comerciais têm dominado o mercado de crédito basicamente com o mesmo processo que existe até hoje: tomando depósitos de investidores, analisando o crédito, negociando os termos e condições dos empréstimos que realiza, financiando os créditos e controlando todas as atividades de processamento e administração de pagamentos.

O processo de securitização é o núcleo de uma profunda transformação tecnológica cujo resultado é uma mudança gradual deste modelo clássico de intermediação financeira para um novo modelo, no qual várias das funções desempenhadas pelos bancos são agora executadas por diversas e distintas instituições. Ao mesmo tempo, investidores do mercado de capitais passam a desempenhar papel essencial no mercado de crédito.

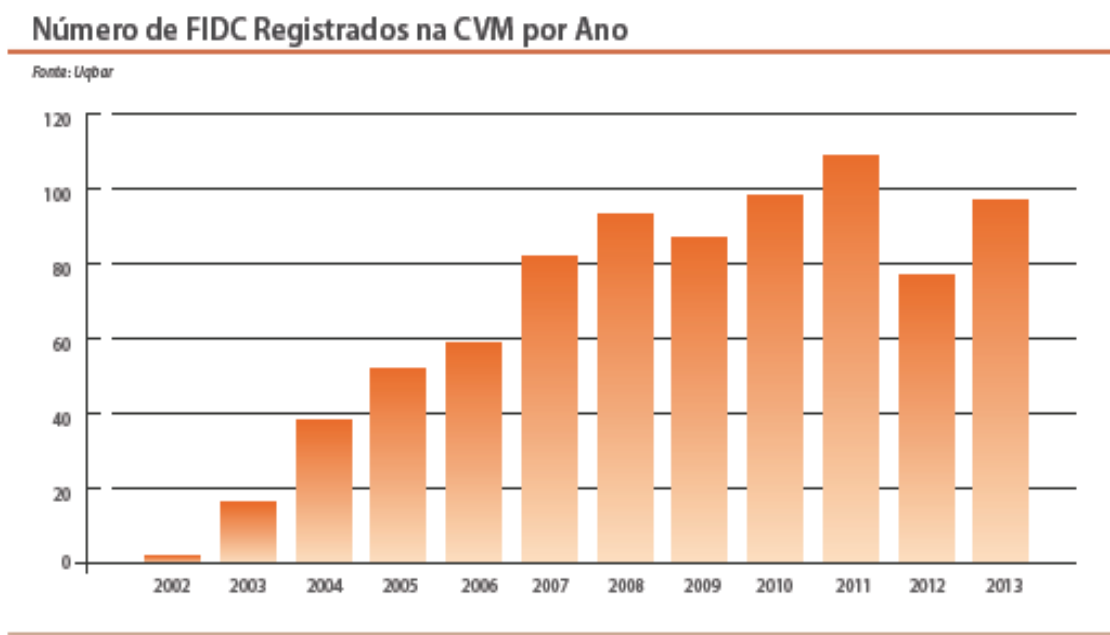
A principal razão para esta mudança é custo. Embora exista maior número de participantes e maior complexidade inicial, a securitização representa modelo mais eficiente e barato que o modelo clássico de intermediação financeira (UQBAR, 2014). Como resultado, está transformando o setor financeiro de diversos mercados, incluindo os dos Estados Unidos da América e da União Europeia, e tem o potencial de fazer o mesmo no Brasil.

Quando se verifica as demandas mais prementes de financiamento na economia brasileira, particularmente aquelas associadas ao setor de infraestrutura e ao conjunto crescente de empresas de médio porte, é difícil não vinculá-las a oportunidades de negócio no universo de FIDC. Diferentemente de mercados de securitização de recebíveis em outros países, as operações

destes fundos cujo ativo-lastro é composto por empréstimos a pessoas jurídicas ainda representam uma fatia pequena do setor (UQBAR, 2013).

O gráfico 2 mostra o número de FIDC registrados por ano na CVM desde 2002 até 2013.

Gráfico 2 – Número de FIDC Registrados na CVM por Ano.



Fonte: Uqbar

No atual cenário mundial é possível identificar diversos ativos em diferentes setores que podem ser securitizados. Quanto mais desenvolvido o mercado de capitais, maior é a variedade de ativos securitizados. No mais desenvolvido mercado de capitais, os Estados Unidos, constituem ativos securitizados: ¹*Leasing* de aeronaves, financiamento de automóveis, *leasing* de automóveis, financiamento de barcos, recebíveis de cartões de crédito, financiamento de giro de concessionárias de serviço, *leasing* de equipamentos, empréstimos garantidos por imóveis, *leasings* de containers marítimos e de chassis, financiamentos de casas pré-fabricadas, financiamento hipotecários de imóveis, *leasing* de vagões, imóveis, fluxo de ²*royalties*, duplicatas, enfim,

¹ Leasing: Aluguel de equipamentos por um período estabelecido, ao final do qual o arrendatário pode decidir pela compra ou não do bem.

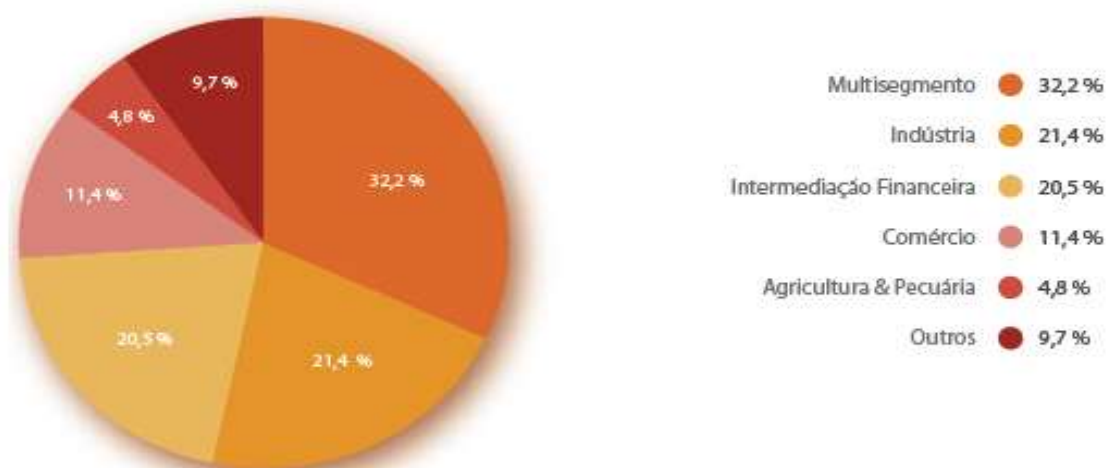
² Royalties: Royalty é uma palavra de origem inglesa que se refere a uma importância cobrada pelo proprietário de uma patente de produto, processo de produção, marca, entre outros, ou pelo autor de uma obra, para permitir seu uso ou comercialização. No caso do petróleo, os royalties são cobrados das

qualquer fluxo de caixa é um ativo passível de ser securitizado (CLARKSON e BECKER, 2003). No gráfico 3 é possível visualizar as principais atividades econômicas cujos contratos geram lastro para FIDC's.

Gráfico 3 – Emissões de cotas de FIDC por Atividade Econômica do Cedente.

Emissões de cotas de FIDC por Atividade Econômica do Cedente – 2013

Fonte: Uqbar



Fonte: Uqbar

A criação do FIDC foi importante para a ampliação do mercado de securitização no Brasil; porque, responsável pelo crescimento exponencial das operações de securitização, do desenvolvimento dos setores participantes neste mercado e também do aumento no interesse e na competição entre os participantes do mercado de securitização no Brasil (MACHADO, 2009).

Diante disso, Goldberg (2011) cita que a possibilidade de vender os recebíveis em uma estrutura de securitização pode criar valor para a empresa que securitiza ativos. A discussão teórica sobre o valor que a securitização traz as empresas que vendem seus recebíveis abrange principalmente os seguintes fatores:

- A alternativa de fonte de financiamento que a securitização cria;

concessionárias que exploram a matéria-prima, de acordo com sua quantidade. O valor arrecadado fica com o poder público.

- A sinalização ao mercado e informações adicionais sobre empresa que vende os recebíveis que a securitização traz;
- Os possíveis conflitos de interesse entre credores e acionistas da empresa vendedora de recebíveis que podem estar embutidos em operações de securitização;
- O aumento de liquidez da empresa que securitiza seus recebíveis;
- A utilização da securitização como ferramenta de gestão de risco e de custos;
- A utilização da securitização como ferramenta gestão de capital regulatório, no caso específico de bancos que securitizam suas carteiras de crédito.

6.1 Securitização

A palavra securitização foi adaptada do inglês *securitization*, termo coerente com a denominação dos valores mobiliários em inglês: ³*securities*. No Brasil, talvez fosse mais adequado usar o termo "titularização", como é feito em alguns países de língua latina. Porém o termo e o verbo "securitizar" já são de uso corrente no país.

Segundo a Uqbar (2013), securitização é um processo pelo qual um grupo relativamente homogêneo de ativos é convertido em títulos mobiliários passíveis de negociação. É, portanto, uma forma de transformar ativos individuais relativamente ilíquidos em títulos mobiliários líquidos, transferindo os riscos associados a esses ativos para os investidores que compram estes títulos.

Goldberg (2011) fornece um conceito mais amplo, definindo a securitização como uma conversão de ativos de pouca liquidez em títulos mobiliários, os quais são passíveis de serem absorvidos pelo mercado investidor. Esses títulos teriam lastro nos ativos securitizados, os quais suas receitas estão amparadas nos fluxos de caixa advindos, ou de juros sobre empréstimos ou sobre outros recebíveis.

³ Securities: Termo em inglês que significa Título mobiliário ou Valor mobiliário.

Securitização, então, imprime a ideia de utilizar ou criar valores mobiliários. De fato, o significado da palavra tem evoluído ao longo do tempo, junto com o desenvolvimento do mercado de capitais. Na década de 1970, profissionais do mercado financeiro definiram securitização como "a prática de estruturar e vender investimentos negociáveis de forma que seja distribuído entre diversos investidores um risco que normalmente seria absorvido por um só credor." Ou seja, securitização foi o termo utilizado para descrever o processo pelo qual empresas, que normalmente tomavam empréstimos do sistema bancário, passaram a levantar recursos no mercado de capitais por meio de emissões de valores mobiliários. Essas empresas "securitizaram" suas dívidas, ou seja, seus passivos passaram a consistir de valores mobiliários (*securities*) emitidos no mercado, e não mais de empréstimos (UQBAR, 2013).

6.1.1 Estrutura da Securitização por meio de FIDC

De acordo com Goldberg (2011), a securitização é uma modalidade de estruturação financeira em que uma empresa obtém recursos diretamente no Mercado de Capitais através da cessão de seus recebíveis. No Brasil, uma das formas que mais é utilizada na securitização vem se desenvolvendo na forma dos fundos de investimento em direitos creditórios, que captam recursos através da emissão de cotas seniores, adquiridas por investidores qualificados, e de cotas subordinadas, usualmente adquiridas pelo originador dos créditos.

A estrutura de um FIDC pode ser bastante diversa de forma a se adequar a diferentes setores. O formato do fundo depende essencialmente dos objetivos a que ele se propõe, que pode ser desde o financiamento de empresas através da securitização de suas carteiras, financiamento de clientes e fornecedores por uma grande empresa ou grupo de empresas de um mesmo setor, até a centralização da gestão do caixa de um grupo econômico. Assim, é possível formar um FIDC com um sacado e vários cedentes ou um cedente e vários sacados ou vários cedentes e vários sacados (ANDIMA, 2006).

Dependendo do tipo de entidade emissora e do arcabouço jurídico-regulamentar, pode existir uma grande variedade de modelos de estrutura e

número de instituições que participam do processo. Entretanto, de um modo geral toda securitização possui uma mesma estrutura básica (UQBAR, 2013).

O FIDC é conhecido como fundo de recebíveis, dado que se constitui em um condomínio de recursos que aplica no mínimo 50% de seu patrimônio líquido (PL) em direitos creditórios. Estes são direitos e títulos originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil, de prestação de serviços, de warrants, e de direitos e títulos de crédito reconhecidos pela CVM. No caso dos FICFIDC, fundos de investimento em cotas de FIDC, a aplicação deve ser de pelos menos 95% do PL em tais cotas, não podendo haver concentração superior a 25% do PL com a aquisição de cotas de um único fundo, exceto se previsto em regulamento. Tanto para o FIDC como para o FICFIDC é permitido aplicar o restante de seu PL em títulos emitidos ou créditos securitizados pelo Tesouro Nacional, títulos de emissão dos estados e municípios, certificados e recibos de depósito bancário e títulos de renda fixa (FORTUNA, 2008).

Com base em Uqbar (2013), o fundo de investimento em direitos creditórios não padronizados (FIDC NP) possui a política de investimento que permite a realização de aplicações em quaisquer percentuais de seu patrimônio líquido, em direitos creditórios:

- a. Que estejam vencidos e pendentes de pagamento quando de sua cessão para o fundo;
- b. Decorrentes de receitas públicas originárias ou derivadas da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, bem como de suas autarquias e fundações;
- c. Que resultem de ações judiciais em curso, constituam seu objeto de litígio, ou tenham sido judicialmente penhorados ou dados em garantia;
- d. Cuja constituição ou validade jurídica da cessão para o FIDC seja considerada um fator preponderante de risco;
- e. Originados de empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial;
- f. De existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas;
- g. De natureza diversa, não enquadráveis no disposto no inciso I do art. 2º da Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001.

É também considerado um FIDC NP o Fundo de Investimento em Cotas de FIDC que realize aplicações em cotas de FIDC NP ou o FIDC cuja carteira de direitos creditórios tenha seu rendimento exposto a ativos que não os créditos cedidos ao fundo, tais como derivativos de crédito, quando não utilizados para proteção ou mitigação de risco.

Os fundos de recebíveis podem ser organizados sob a forma de condomínio fechado ou aberto, composto por cotas seniores e subordinadas ou somente por cotas seniores. Em condomínio fechado é permitida a emissão de séries da classe sênior, isto é, subconjuntos de cotas que possuem diferentes prazos e valores para amortização, resgate e remuneração. No caso de existirem cotas subordinadas, a empresa cedente deve subscrever parte destas cotas através de transferência para o fundo de ativos que resguardam os investidores (cotistas seniores) de problemas que possam vir a ocorrer com ela (cedente). Essas cotas só recebem os rendimentos depois que forem pagos os das cotas seniores. Os cotistas seniores são os investidores, que emprestam dinheiro para a cedente através da aquisição de cotas, cujo custo é o da remuneração do fundo. A proporção entre as duas cotas depende da qualidade dos recebíveis e, conseqüentemente, do nível de garantias requeridas. A fim de evitar o comprometimento do patrimônio do fundo, cada cota deve corresponder a uma fração ideal do PL (ANDIMA, 2006; FORTUNA, 2008).

No condomínio fechado, o resgate das cotas é realizado no término do prazo de duração do fundo ou de cada série, e a amortização das cotas subordinadas só pode ser efetuada após a amortização das cotas seniores. No condomínio aberto, por sua vez, os cotistas podem solicitar resgate de cotas de acordo com o regulamento do fundo. As cotas podem ser negociadas em bolsa de valores ou em mercado de balcão, desde que seja assegurado que o adquirente seja um investidor qualificado de acordo com os critérios estabelecidos pela CVM, ou seja, pessoa jurídica com patrimônio superior a R\$ 5 milhões e pessoa física com aplicações acima de R\$ 300 mil. Essa exigência decorre da alta complexidade da operação e do maior risco associado a esse tipo de papel.

Com intuito de aumentar a liquidez do fundo e/ou aumentar a rentabilidade de suas cotas, a regulamentação permite que o fundo realize

operações compromissadas e em mercado de derivativos, em mercado de futuro ou mercado de balcão (neste último caso é necessário que entidades e instituições estejam autorizadas pelo Banco Central do Brasil). Nessa situação, as cotas subordinadas funcionam como um reforço de crédito para o fundo e podem representar até 20% do total das cotas. Outros meios de reforço da liquidez são contratação de seguros e criação de ⁴*spread*, através da incidência de taxa de desconto nas operações de compra dos direitos creditórios. A blindagem do fundo pode ser ampliada se estabelecidas, no regulamento, cláusulas que abordem a possibilidade de liquidação antecipada, a fim de criar proteções aos investidores, no caso de ocorrência de eventos que comprometam a rentabilidade. Além disso, pode ser exigida das empresas originadoras dos direitos creditórios a transferência de ativos para o fundo como garantia a mais para os investidores (FORTUNA, 2008).

Os direitos creditórios e demais ativos da carteira do fundo devem ser custodiados, registrados e/ou conservados em conta de depósito em nome do fundo, ou em contas específicas abertas no Sistema de Liquidação e de Custódia (Selic), ou em sistemas de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo Banco Central do Brasil ou em instituições e entidades autorizadas pela CVM para esta finalidade. A venda desses direitos por parte das empresas cedentes para o fundo deve ser realizada em caráter irrevogável e definitiva. Estes fatores se constituem em uma fonte de segurança e garantia para os cotistas do fundo. Além deste, um fator adicional favorável ao investidor é a obrigatoriedade de contratação de uma empresa independente para auditar os demonstrativos e as negociações dos fundos.

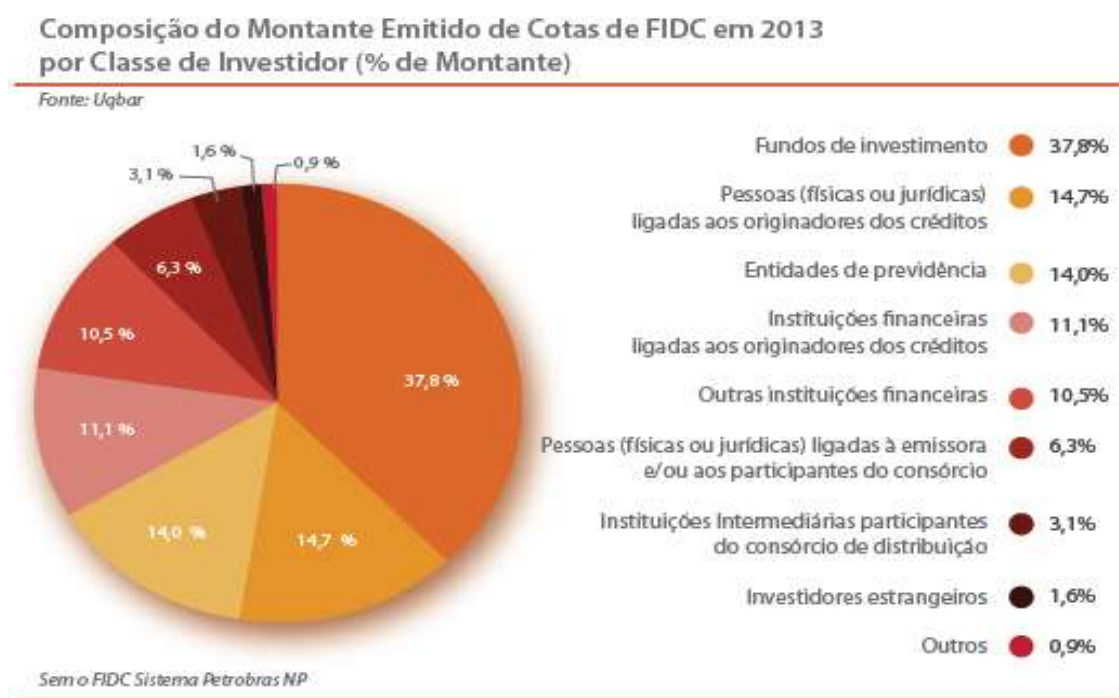
A administração da carteira do fundo deve ser exercida por bancos (múltiplo, comercial, investimento), pela Caixa Econômica Federal, por sociedade de crédito, financiamento e investimento, por sociedade corretora de títulos e valores mobiliários ou por sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários. Essa carteira deve ser classificada por uma agência de ⁵*rating*, cuja

⁴ Spread: Diferença entre a taxa bruta de retorno dos ativos e o custo para financiá-los, incluindo despesas incorridas pela entidade emissora; ou diferença entre o fluxo de caixa de entradas, constituído de pagamentos da carteira de ativos-lastro e eventuais rendimentos decorrentes de investimento do caixa da operação, e saídas, representado pela amortização e rendimentos dos títulos de securitização e despesas incorridas pela operação.

⁵ Rating: Termo em inglês que significa Classificação de risco de crédito.

análise deve incorporar, no caso de fundos fechados, os riscos de cada classe ou série de cotas emitidas.

Gráfico 4 – Composição do Montante Emitido de Cotas de FIDC em 2013 por Classe de Investidor (% de Montante).



Fonte: Uqbar

Esses tipos de estruturas de securitização são mais atraentes aos investidores externos, representando uma importante fonte de recursos para as empresas originadoras brasileiras em geral (e a um custo menor, se comparado à contratação de empréstimos diretos).

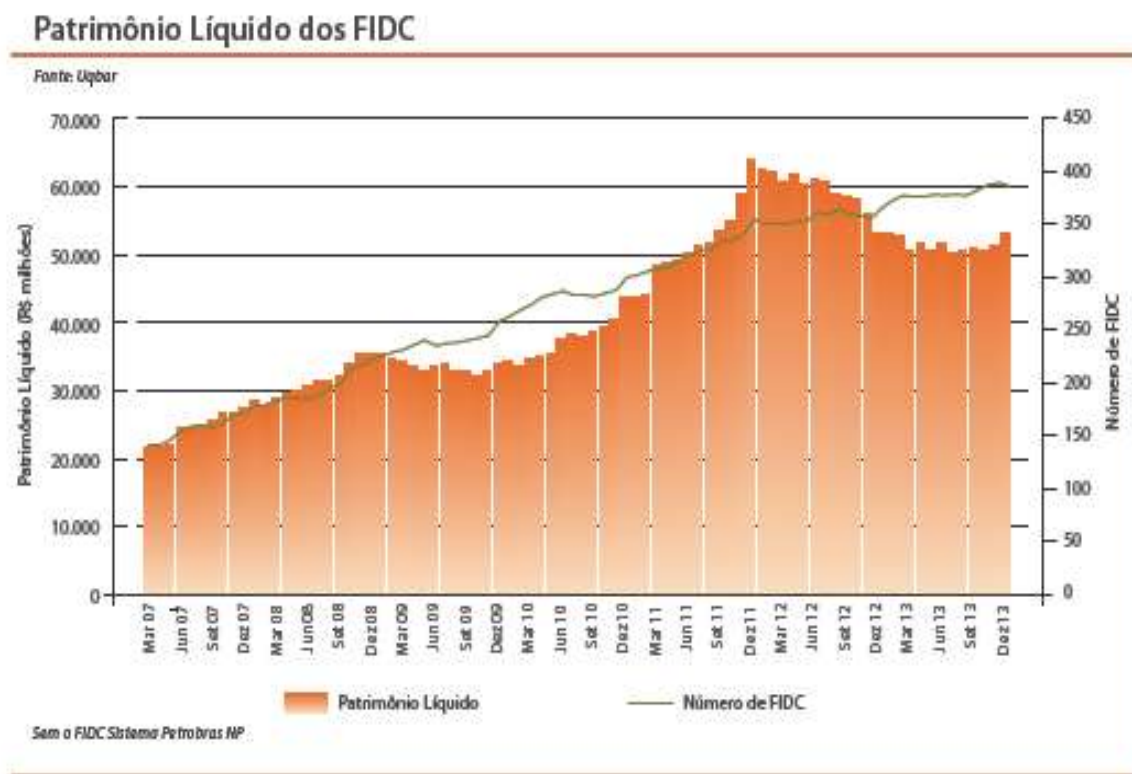
Embora as empresas originadoras sejam normalmente empresas brasileiras ou instituições financeiras constituídas e sediadas no Brasil, a efetiva geração de direitos creditórios geralmente ocorre fora do Brasil, sendo expressa em moeda estrangeira. Tal estrutura deve evitar os riscos inerentes à falência e ser imune a riscos soberanos (UQBAR, 2014).

6.1.2 Regulamentações e Procedimentos Utilizados na Formação do FIDC

Os títulos de securitização do mercado brasileiro são as cotas dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e os Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA). Os três títulos são emitidos, respectivamente, por FIDC, por Companhias Securitizadoras de Crédito Imobiliário (Securitizadoras Imobiliárias) e por Companhias Securitizadoras de Direitos Creditórios do Agronegócio (Securitizadoras do Agronegócio). Entre eles, a cota de FIDC é o único título não vinculado a um segmento econômico específico, sendo o mesmo de natureza geral, ou seja, é um título que pode ser utilizado para o financiamento de qualquer segmento da economia. O mercado de FIDC é o que se encontra em estágio mais desenvolvido no universo da securitização e, neste sentido, a cota de FIDC é atualmente o principal título do mercado de finanças estruturadas brasileiro.

A figura que se segue, exibe a evolução do PL consolidado e do número de FIDC. Entre 2007 e o final de 2011, tal evolução de crescimento apresentou perfil similar, apesar de intensidade relativa mais elevada, àquelas referentes aos estoques de crédito livre das instituições financeiras e de debêntures. Mas, a partir de 2012 ocorreu divergência de trajetórias: naquele ano os estoques de crédito e de debêntures continuaram subindo, mas o PL de FIDC passou a se reduzir acentuadamente.

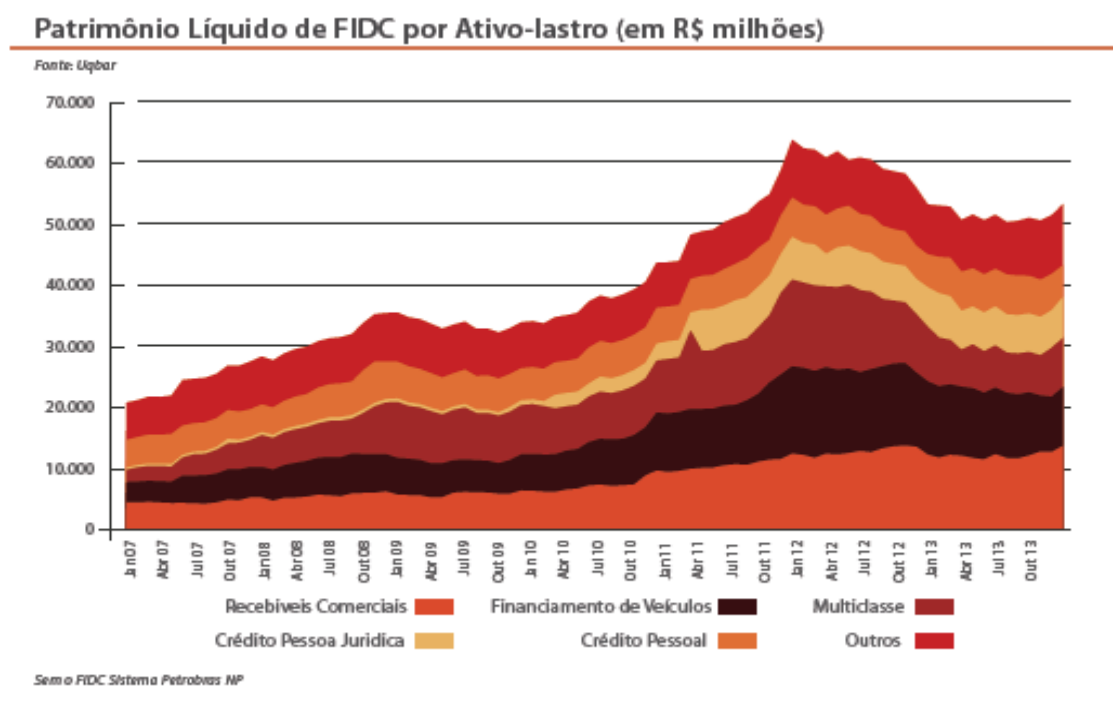
Gráfico 5 – Patrimônio Líquido dos FIDC.



Fonte: Uqbar

O PL consolidado do setor de FIDC cresceu 193% entre março de 2007 e dezembro de 2011, subindo de R\$ 21,79 bilhões para R\$ 63,83 bilhões no período. Por outro lado, nos doze meses seguintes o PL encolheu 16,6% caindo para R\$ 53,26 bilhões em dezembro de 2012. Em 2013, na comparação entre começo e fim de ano, este indicador praticamente não se alterou em termos nominais, ou seja, em termos reais houve decréscimo, desempenho abaixo do ocorrido com o estoque de crédito livre e bastante inferior ao ocorrido com o estoque de debêntures. Antes da forte retração ocorrida durante o ano de 2012, um movimento de diminuição no mercado de FIDC havia sido registrado apenas uma vez no histórico do setor, durante o ano de 2009, no auge da crise financeira. Mesmo assim, aquela retração havia sido relativamente menor.

Gráfico 6 – Patrimônio Líquido de FIDC por Ativo-lastro (em R\$ milhões).



Fonte: Uqbar

A Uqbar (2014) ressalta que, uma vez superada esta fase de desenvolvimento do mercado, o setor de FIDC exhibe as condições necessárias para a retomada da sua trajetória de crescimento. Os números referentes ao ano de 2013 já se apresentaram mais estáveis, inclusive em relação ao desempenho do estoque de crédito livre na economia. Entretanto, o tamanho ainda relativamente pequeno deste setor, seja em relação ao tamanho da economia brasileira, seja em relação ao estoque de crédito das instituições financeiras, seja em relação ao estoque de debêntures – ou seja, principalmente em relação a seu potencial natural de crescimento – ainda justifica esperar por taxas elevadas de expansão deste mercado em um futuro breve (Vide Quadro-1, pg. 09). Os FIDC contam com um marco regulatório desenvolvido, um histórico de mais de dez anos e, principalmente, uma tecnologia diferenciada que os fazem um instrumento de financiamento de grande flexibilidade e abrangência e um instrumento de investimento diversificado e de retornos potenciais diferenciados.

Quadro 2 – Normativos Publicados pela CVM em 2013.

Normativos Publicados pela CVM em 2013		
Normativo	Data	Assunto
Instrução 544	20/12/13	Altera a Instrução CVM nº 461/07 no tocante ao registro de valores mobiliários e de operações com valores mobiliários.
Instrução 543	20/12/13	Dispõe sobre a prestação de serviços de escrituração de valores mobiliários e de emissão de certificados de valores mobiliários.
Instrução 542	20/12/13	Dispõe sobre a prestação de serviços de custódia de valores mobiliários.
Instrução 541	20/12/13	Dispõe sobre a prestação de serviços de depósito centralizado de valores mobiliários.
Instrução 540	26/11/13	Alteração da Instrução CVM nº 391/03. Estimula o investimento em pequenas e médias empresas pelos FIPs.
Instrução 539	13/11/13	Regulamenta o dever de verificação de adequação (<i>suitability</i>).
Instrução 538	23/10/13	Estabelece vedações ao analista de valores mobiliários em atividades relacionadas à oferta pública de distribuição de valores mobiliários e operações de fusões e aquisições.
Instrução 537	16/09/13	Altera a Instrução CVM nº 359/02. Passa a permitir a que ETFs utilizem estratégias de investimento que reflitam o comportamento de índices de renda fixa.
Instrução 536	23/08/13	Acrescenta dispositivo à Instrução CVM nº 409/04. Agiliza a transformação de fundo aberto em fundo fechado.
Instrução 535	23/08/13	Altera dispositivos da Instrução CVM nº 391/03. Prestação de garantias em nome do fundo e prazo para deliberação sobre as demonstrações financeiras.
Instrução 534	28/06/13	Altera dispositivos da Instrução CVM nº 301/99. Adequação à Lei nº 9.613/98, alterada pela Lei nº 12.683/12.
Instrução 533	04/06/13	Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM nº 400/03. Art. 48: proibições e normas de conduta.
Instrução 532	24/04/13	Altera a Instrução CVM nº 504/11, adequando o prazo para o envio de informações dos fundos de investimento que especifica ao Sistema de Informações de Créditos - SCR do Banco Central do Brasil - BCB.
Instrução 531	27/03/13	Altera dispositivos da Instrução CVM nº 356/01 e da Instrução CVM nº 400/03. A Instrução aperfeiçoa controles pelos participantes e mitiga estruturas que propiciam conflito de interesses na indústria de FIDCs.

Fonte: CVM

No ano de 2012 foram realizadas discussões regulatórias envolvendo os FIDC. Após análise entre a CVM e os agentes de mercado no âmbito da Audiência Pública SDM nº 5/12, iniciada em 10 de julho de 2012, a CVM editou, em 06 de fevereiro de 2013, a Instrução nº 531, buscando inibir as

situações percebidas como potencialmente negativas aos investidores e ao mercado.

A Instrução nº 531 buscou aprimorar a Instrução nº 356, primeiro referente à mitigação de estruturas que propiciavam a ocorrência de conflito de interesses, em que a concentração indevida de funções por um mesmo participante ou por partes a ele relacionadas comprometesse a boa governança dos FIDC. Segundo, refere-se ao aperfeiçoamento dos controles por parte do administrador e dos principais prestadores de serviços aos FIDC, delimitando a atuação e a responsabilidade dos participantes desse mercado.

Dentre as mudanças introduzidas pela Instrução nº 531, tem destaque a que estabelece que as atividades de guarda e custódia dos documentos comprobatórios dos direitos creditórios somente poderão ser desempenhadas diretamente pelo custodiante ou por empresa especializada na prestação de tais serviços, sendo expressamente vedado que tais atividades sejam desempenhadas pelo:

- a) originador ou pelo cedente dos direitos creditórios;
- b) pela empresa de consultoria especializada contratada pelo FIDC;
- c) pelo gestor da carteira do FIDC. As referidas partes podem, contudo, atuar como agentes cobradores de direitos creditórios inadimplidos de titularidade do fundo.

Contrariamente ao disposto na minuta da norma submetida à audiência pública, a Instrução nº 531 permitiu, no entanto, a cumulação das atividades de administração e de custódia pelo administrador desde que este observe a total segregação na prestação das referidas atividades.

Prosseguindo, a Instrução nº 531 proibiu expressamente os administradores, gestores, consultores especializados e custodiantes de FIDC, ou partes a eles relacionadas, tal como definidas pelas regras contábeis que tratam desse assunto, ceder ou originar, direta ou indiretamente, direitos creditórios aos FIDC nos quais atuem.

A nova norma obriga ainda, de forma expressa, o administrador a programar mecanismos de controle e fiscalização dos prestadores que forem contratados para prestar os serviços de consultoria especializada, gestão de carteira do fundo, custódia e de agente de cobrança. Com isso, a CVM busca evitar que os administradores de FIDC adotem uma postura passiva no

monitoramento das atividades do fundo e no cumprimento das leis e normas aplicáveis.

Além da edição da Instrução nº 531, mas ainda com relação aos FIDC, vale também destacar a publicação pela CVM do Ofício CVM/SIN/SNC nº 1/2013, já no início de 2013. Por meio do referido ofício, a CVM prestou esclarecimentos relevantes ao mercado a respeito das normas a serem adotadas para contabilização dos ativos de FIDC, com destaque para a constituição de provisão para perdas para créditos de liquidação duvidosos (PDD).

É importante ressaltar que o dinheiro aplicado em fundo de investimento financeiro não tem garantia do FGC (Fundo Garantidor de Créditos), porque o patrimônio dos bancos não se confunde com o patrimônio dos fundos de investimento financeiro que eles administram. Quando um banco enfrenta problemas, os cotistas do fundo podem fazer assembleias e mudar a administração do fundo para outra instituição. Todo tipo de fundo de investimento é acompanhado e fiscalizado pela Comissão de Valores Mobiliários.

Os créditos garantidos pelo FGC são:

- depósitos à vista ou sacáveis mediante aviso prévio;
- depósitos de poupança;
- depósitos a prazo, com ou sem emissão de certificado (CDB/RDB);
- depósitos mantidos em contas não movimentáveis por cheques, destinadas ao registro e controle do fluxo de recursos referentes à prestação de serviços de pagamento de salários, vencimentos, aposentadorias, pensões e similares;
- letras de câmbio;
- letras imobiliárias;
- letras hipotecárias;
- letras de crédito imobiliário;
- letras de crédito do agronegócio;
- operações compromissadas que têm como objeto títulos emitidos após 08.03.2012 por empresa ligada.

Uma operação de securitização envolve vários atores com papéis e motivações próprias. A atuação de cada um deles tem sua importância e momentos bem definidos, levando à minimização de custos e eficácia da operação.

Quadro 3 – Prestadores de serviço registrados / autorizados.

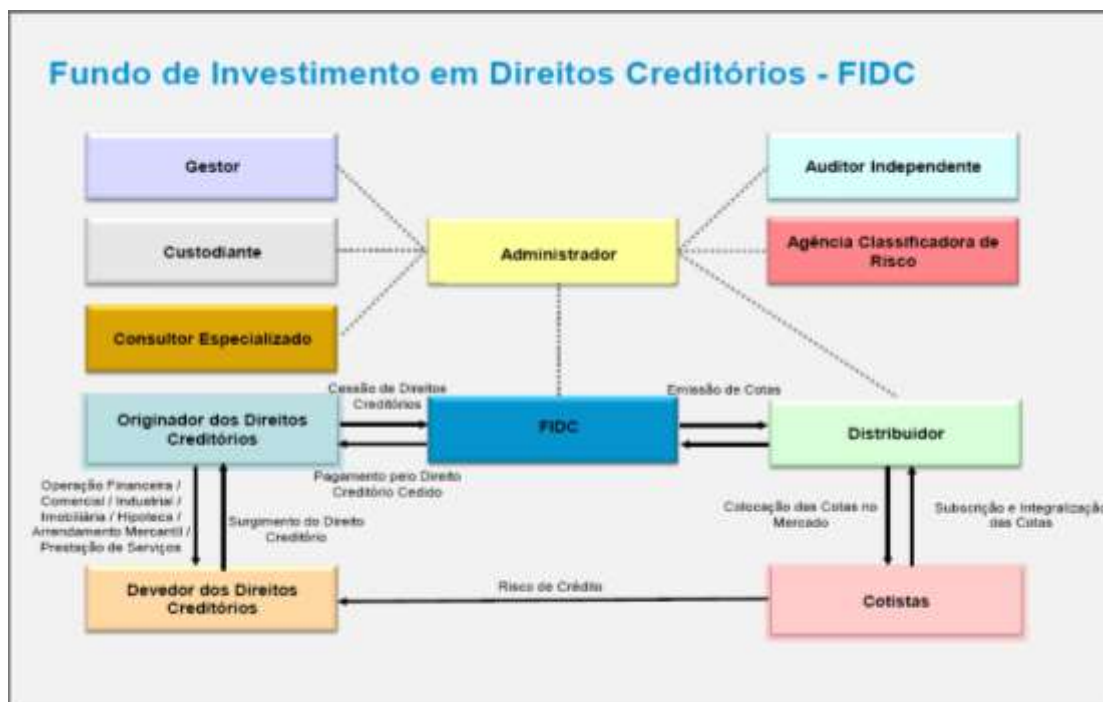
	Prestadores de serviço registrados / autorizados			
	Total em 31/12/2012	Registrados em 2013	Cancelados em 2013	Total em 31/12/2013
Administradores de carteira	3.086	396	135	3.347
Consultores de valores mobiliários	534	88	40	582
Corretoras de valores	106	1	3	104
Agentes autônomos de investimento	9.969	809	2.560	8.218
Distribuidoras de valores	133	4	8	129
Prestadores de serviços de ações escriturais, de custódia de valores mobiliários e agentes emissores de certificados	87	3	2	88
Auditores Independentes	427	9	17	419
Agências de Rating	5	2	0	7

Fonte: CVM

6.2 Fluxograma de uma operação de FIDC

Em seguida estão apresentados os procedimentos para elaboração de uma operação de FIDC e o papel de cada participante no processo.

Quadro 4 – Fluxo do FIDC.



Fonte: ANBIMA

O fluxo pode ser explicado da seguinte maneira:

1. O Originador dos direitos creditórios vende um produto/serviço para o Devedor dos direitos creditórios.
2. Os recebíveis da empresa (duplicatas, cheques, cartões de crédito, contratos de aluguel de imóveis, etc.) são negociados pelo Originador com o FIDC na forma de direitos creditórios. A transferência ocorre por um contrato de cessão de créditos desses ativos.
3. O Originador cede seus direitos creditórios ao FIDC, por meio de um Administrador (responsável pela representação legal e gestão do patrimônio do FIDC) e do Gestor (responsável pela gestão profissional da carteira do FIDC) solicitam autorização à CVM para negociar esses direitos. Em alguns casos o Administrador também pode assumir o papel de Custodiante e Distribuidor.

4. Com a autorização da CVM, o FIDC emite cotas e o Distribuidor as coloca no mercado e as negocia com o investidor (Cotista). Para determinados tipos de crédito não é necessária a autorização da CVM, por exemplo, créditos vencidos.

5. A Agência Classificadora de Risco atribui o risco às cotas emitidas pelo FIDC.

6. O Auditor Independente é responsável pela auditoria das demonstrações financeiras do FIDC e dos participantes do fluxo.

7. O FIDC utiliza os recursos captados para pagar os direitos creditórios cedidos pelo Originador.

8. Ao final, com os recursos provenientes dos recebíveis, o FIDC remunera o investidor (cotista) na forma de amortização do capital investido e/ou resgate de cotas ao investidor de acordo com o contrato estipulado.

Administrador:

Pessoa jurídica autorizada pela CVM para o exercício profissional de administração de fundos de investimento. A administração de um fundo compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção deste. O administrador, observadas limitações legais e regulamentares, tem poderes para praticar todos os atos necessários ao funcionamento do fundo de investimento, podendo contratar, em nome do fundo, terceiros devidamente habilitados e autorizados, para prestar serviços específicos. O Administrador é também responsável pela constituição do fundo de investimento e pela prestação de informações à CVM.

Quadro 5 – ⁶Ranking de Administradores de FIDC por Número de Operações – Consolidado.

Ranking de Administradores de FIDC por Número de Operações – Consolidado

Administrador	1/1/2002 – 31/12/2013			1/1/2002 – 31/12/2012		Mudança na participação (%)
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
SOCOPA	71	1	18,3	1	15,2	3,0
PETRA	63	2	16,2	2	13,6	2,6
BEM DTVM	41	3	10,5	3	11,7	-1,1
Oliveira Trust DTVM	35	4	9,0	4	10,3	-1,3
Gradual CTVM	32	5	8,2	5	7,9	0,3
Citibank DTVM	20	6	5,1	6	6,5	-1,4
BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM	17	7	4,4	7	5,2	-0,8
CRV DTVM	14	8	3,6	9	3,3	0,3
Concórdia Corretora	14	9	3,6	8	3,5	0,1
Caixa Econômica Federal	13	10	3,3	10	3,0	0,4
Dez maiores	320		82,3	295	80,2	2,1
Total	389		100,0	368	100,0	

Crítério: Ordenam os administradores de FIDC por montante agregado de PL dos fundos no último dia do ano de 2013. Os *rankings* anuais consideram apenas os fundos que efetivamente entraram em operação, através de sua primeira emissão de cotas, durante o ano de 2013. O fundo cujo valor do PL não tenha sido divulgado para o dia em questão não é considerado para os *rankings*.

Fonte: Uqbar

Agência Classificadora de Risco:

Empresa especializada em atribuir classificação de risco de crédito para títulos mobiliários e emissores de títulos mobiliários. Emissores podem ser empresas, estados, cidades, municípios, entidades sem fins lucrativos e entidades emissoras. Importante notar que classificações de risco de crédito não são: a) permanentes - uma vez emitidas, estas classificações são revisadas periodicamente e podem ser modificadas positivamente (elevação) ou negativamente (rebaixamento); b) recomendações de compra, venda ou manutenção de um determinado título; e c) avaliações sobre o desempenho dos preços dos títulos no mercado secundário decorrente de riscos de mercado (por exemplo, mudança nas taxas de juros).

⁶ Ranking: palavra inglesa cuja tradução é Classificação.

Quadro 6 – *Ranking* de Agências de Classificação de Risco por Número de Cotas de FIDC Classificadas – Consolidado.

Ranking de Agências de Classificação de Risco por Número de Cotas de FIDC Classificadas – Consolidado

Agência de Classificação de Risco	1/1/2002 – 31/12/2013			1/1/2002 – 31/12/2012		Mudança na Participação (%)
	Número de cotas	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
S & P	333	1	36,2	1	37,7	-1,5
Austin	268	2	29,1	2	28,8	0,3
Fitch	128	3	13,9	3	14,6	-0,7
Liberum	81	4	8,8	5	4,7	4,1
Moody's	72	5	7,8	4	9,1	-1,3
SR	23	6	2,5	6	3,1	-0,6
LF	15	7	1,6	7	2,0	-0,4
Total	920		100,0	746	100,0	

Critério: Ordenam as agências de classificação de risco com base no montante classificado e no número de atribuições de classificações de risco emitidas por cada uma delas às cotas de FIDC. O valor considerado nesses *rankings* é o montante total de títulos aos quais foi atribuída uma classificação e não o valor de toda a operação. Os *rankings* anuais consideram apenas as atribuições feitas durante o período sob análise para operações novas (registradas ou em processo de registro) ou antigas (realizadas em períodos anteriores, mas classificadas pelas agências em questão pela primeira vez durante o ano). As atividades de monitoramento das agências não são contabilizadas para suas posições nos *rankings*. Uma classificação, seja ela preliminar ou não, é contabilizada uma única vez. Contudo, somente são consideradas classificações nas quais os montantes dos títulos classificados são informados nos relatórios ou em comunicados formais das próprias Agências de Classificação de Risco. Quando um título recebe classificações de duas ou mais agências, o montante objeto da classificação é atribuído a ambas as agências. Os *rankings* são calculados de forma consolidada e para o ano de 2013.

Fonte: Uqbar

Auditor Independente:

Perito-contador que presta serviços de auditoria independente a empresas. Para exercer atividade no âmbito do mercado de valores mobiliários, está sujeito a registro na CVM. Pode ser pessoa física ou jurídica, sociedade profissional, constituída sob a forma de sociedade limitada. A CVM mantém cadastro dos responsáveis técnicos autorizados a emitir e assinar parecer de auditoria, em nome de cada empresa, no âmbito do mercado de valores mobiliários. No que diz respeito aos FIDC, o auditor independente é responsável pela validação dos demonstrativos trimestrais do fundo, evidenciando que as operações efetuadas estão em consonância com a política de investimento e os limites de composição e diversificação, bem como que as negociações foram realizadas a taxas de mercado. Também responsável pela atribuição de *rating* às cotas do FIDC.

Quadro 7 – *Ranking* de Auditores de FIDC por Número de Operações – Consolidado.

Ranking de Auditores de FIDC por Número de Operações – Consolidado

Auditor	1/1/2002 – 31/12/2013			1/1/2002 – 31/12/2012		Mudança na participação (%)
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
KPMG Auditores Independentes	197	1	51,7	1	59,6	-7,9
Baker Tilly Brasil	69	2	18,1	2	13,1	5,0
Ernst & Young Terco	40	3	10,5	3	12,3	-1,8
PricewaterhouseCoopers	34	4	8,9	4	6,3	2,6
BDO RCS Auditores Independentes	10	5	2,6	7	1,1	1,5
Deloitte Touche Tohmatsu	9	6	2,4	5	2,2	0,2
Confiance Auditores Independentes	9	7	2,4	8	0,8	1,5
Horwath Benderaytes Aizenman	5	8	1,3	9	0,8	0,5
Grant Thornton Auditores Independentes	3	9	0,8	-	-	0,8
PSW Brasil	1	10	0,3	11	0,3	0,0
Dez maiores	377		99,0	360	98,4	0,6
Total	381		100,0	366	100,0	

CrITÉrio: Ordenam os auditores de FIDC por montante agregado de PL dos fundos no último dia do ano de 2013. Os *rankings* anuais consideram apenas os fundos que efetivamente entraram em operação, através de sua primeira emissão de cotas, durante o ano de 2013. O fundo cujo valor do PL não tenha sido divulgado para o dia em questão não é considerado para os *rankings*.

Fonte: Uqbar

Cotistas:

Apesar do nome não ser tão comum, cotista é aquele que detém cotas de um fundo de investimento. De maneira simples e direta, o próprio investidor. É importante lembrar que não importa se for um pequeno ou grande investidor, ao aplicar em um fundo, todos têm os mesmos direitos e devem receber o mesmo tratamento, independentemente de valor aplicado. Existem alguns tipos diferenciados de cotistas, ou investidores, classificados pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários). Podem ser admitidos como cotistas de um fundo para investidores qualificados os empregados e/ou sócios das instituições administradoras ou gestoras deste fundo, desde que sejam expressamente autorizados pelo diretor responsável da instituição perante a CVM.

Consultor Especializado:

Empresa contratada por uma entidade emissora cujas responsabilidades incluem o processamento de pagamentos recebidos (da carteira de ativos-

lastro) e efetuados (aos investidores dos títulos) de uma operação de securitização. As responsabilidades também podem incluir a preparação de relatórios, formalização dos créditos, avaliação dos imóveis, suporte à formalização dos contratos, entre outras.

Custodiante:

Pessoa jurídica credenciada pela CVM para o exercício da atividade de custódia de ativos financeiros. No caso de FIDC, as instituições que atuam como custodiantes, acabam exercendo também outras funções como o controle dos direitos creditórios após a transferência destes ao fundo. Pode ser o próprio administrador ou um terceiro contratado.

Quadro 8 – *Ranking* de Custodiantes de FIDC por Número de Operações – Consolidado.

Ranking de Custodiantes de FIDC por Número de Operações – Consolidado

Custodiante	1/1/2002 – 31/12/2013			1/1/2002 – 31/12/2012		Mudança na participação (%)
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Banco Paulista	101	1	26,0	1	23,4	2,6
Banco Bradesco	63	2	16,2	2	17,7	-1,5
Banco PETRA	51	3	13,1	7	7,3	5,8
Deutsche Bank	46	4	11,8	3	15,2	-3,4
Banco Santander (Brasil)	40	5	10,3	4	12,2	-1,9
Citibank DTVM	34	6	8,7	5	9,5	-0,8
Itaú Unibanco	26	7	6,7	6	7,9	-1,2
Oliveira Trust DTVM	10	8	2,6	8	1,9	0,7
Planner Corretora	4	9	1,0	15	0,3	0,8
Banco Safra	3	10	0,8	12	0,5	0,2
Dez maiores	378		97,2	359	97,6	-0,4
Total	389		100,0	368	100,0	

Critério: Ordenam os custodiantes de FIDC por montante agregado de PL dos fundos no último dia do ano de 2013. Os *rankings* anuais consideram apenas os fundos que efetivamente entraram em operação, através de sua primeira emissão de cotas, durante o ano de 2013. O fundo cujo valor do PL não tenha sido divulgado para o dia em questão não é considerado para os *rankings*.

Fonte: Uqbar

Devedor dos Direitos Creditórios:

Pessoa física ou jurídica que tem a obrigação de pagar em dinheiro o valor de uma dívida (títulos, notas, hipotecas e outros documentos que

evidenciam montantes devidos e pagáveis em datas específicas mediante a sua apresentação).

Distribuidor:

Instituição financeira responsável pela colocação de valores mobiliários no mercado de investidores. Pode ser o próprio administrador ou um terceiro contratado, desde que integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários.

Quadro 9 – *Ranking* de Líderes de Distribuição de Cotas de FIDC por Número de Títulos em 2013.

Ranking de Líderes de Distribuição de Cotas de FIDC por Número de Títulos em 2013

Líder de Distribuição	1/1/2013 – 31/12/2013			1/1/2012 – 31/12/2012		Mudança na participação (%)
	Número de Títulos	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Citibank DTVM	6	1	17,1	1	16,4	0,8
Banco BTG Pactual	3	2	8,6	-	-	8,6
PETRA Personal Trader CTVM	3	3	8,6	3	9,1	-0,5
Banco Itaú BBA	2	4	5,7	2	9,1	-3,4
BB Banco de Investimento	2	5	5,7	-	-	5,7
Deutsche Bank	2	6	5,7	8	5,5	0,3
Concórdia Corretora	2	7	5,7	6	5,5	0,3
Safdié DTVM	2	8	5,7	10	3,6	2,1
Gradual CTVM	2	9	5,7	4	9,1	-3,4
SOCOPA	2	10	5,7	12	3,6	2,1
Dez maiores	26		74,3	40	72,7	1,6
Total	35		100,0	55	100,0	

Critério: Ordenam os líderes de distribuição de ofertas públicas (Instrução CVM nº 400) de cotas de FIDC com base no número de títulos e no montante distribuído durante o ano de 2013. Quando duas ou mais instituições lideram conjuntamente uma mesma oferta, os montantes são atribuídos integralmente a todas as instituições.

Fonte: Uqbar

FIDC:

Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) é um tipo de aplicação em que a maior parte dos recursos é destinada à aquisição de direitos creditórios. Os direitos creditórios vêm dos créditos que uma empresa tem a receber, como duplicatas, cheques, contratos de aluguel e outros. O direito de recebimento desses créditos é negociável, quer dizer, a empresa o cede a terceiros e isso é feito por meio de um FIDC. Por isso, créditos

originados de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços podem ser transformados em cotas de FIDC.

A indústria de fundos de investimento (operacionais e pré-operacionais), incluindo os fundos regidos pela Instrução CVM nº 409/04 e os fundos estruturados, continuou em crescimento, em termos quantitativos, alcançando mais de 14 mil fundos em 2013.

Quadro 10 – Quantitativo de Fundos até Dezembro de 2013.

Quantitativo de Fundos		
	Total em Dez/2012	Total em Dez/2013
Fundos 409	11.569	12.511
FIDC	367	397
FIC-FIDC	23	27
FIDC-NP	129	165
FIP	687	827
FICFIP	46	57
FMIEE	32	32
FII	179	225
FUNCINE	14	14
FAPI	15	15
FMP-FGTS	89	88
FIIM (ETFs)	15	15
Total	13.165	14.278

Fonte: CVM

Quadro 11 – *Ranking* de FIDC por Montante de PL – Consolidado.

Ranking de FIDC por Montante de PL – Consolidado

FIDC	1/1/2002 – 31/12/2013			1/1/2002 – 31/12/2012		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
BV Financeira VI	2.316.629.364	1	4,3	1	5,7	-1,3
GM Venda de Veículos	2.205.176.958	2	4,1	3	3,4	0,7
Insumos Básicos da Indústria Petroquímica	1.594.330.775	3	3,0	5	2,9	0,1
Aberto PSA Finance Brasil I	1.521.013.043	4	2,9	4	3,1	-0,2
Crédito Corporativo Brasil	1.485.328.652	5	2,8	6	2,8	0,0
Aberto Caixa RPPS Consignado BMG	1.435.218.217	6	2,7	-	-	2,7
F ACB Financeiro	1.409.532.978	7	2,6	2	5,1	-2,5
Fênix do Varejo	1.271.454.218	8	2,4	22	1,1	1,3
For-Te	1.237.264.782	9	2,3	10	1,9	0,4
Driver Brasil Two Volkswagen	1.089.800.805	10	2,0	-	-	2,0
Dez maiores	15.565.749.792		29,2	16.588.506.217	31,1	-1,9
Total	53.297.228.471		100,0	53.255.931.458	100,0	

Critério: Ordenam os FIDC por montante de PL no último dia do ano de 2013. O *ranking* anual considera apenas os fundos que efetivamente entraram em operação, através de sua primeira emissão de cotas, durante o ano de 2013. O fundo cujo valor do PL não tenha sido divulgado para o dia em questão não é considerado para o *ranking*.

Fonte: Uqbar

Gestor:

Pessoa jurídica ou física que toma decisões de aplicações e de desinvestimentos de recursos financeiros por parte de investidores para quem este presta serviços. A presença do gestor em fundos de investimento normalmente implica em papel ativo e influencia diretamente no retorno alcançado pelo fundo. Em operações de securitização através de FIDC nem sempre existe a necessidade da figura do gestor. Quando existe, seu escopo de atuação é determinado pelo regulamento do fundo, podendo variar substancialmente para cada fundo.

Quadro 12 – *Ranking* de Gestores de FIDC por Número de Operações – Consolidado.

Ranking de Gestores de FIDC por Número de Operações – Consolidado

Gestor	1/1/2002 – 31/12/2013			1/1/2002 – 31/12/2012		Mudança na participação (%)
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
PETRA	42	1	10,8	2	10,1	0,7
J & M Investimentos	40	2	10,3	1	11,1	-0,9
Oliveira Trust DTVM	24	3	6,2	3	6,8	-0,6
BRAM Bradesco Asset Management DTVM	21	4	5,4	4	5,4	0,0
Integral Investimentos	16	5	4,1	6	3,8	0,3
Gradual CTVM	15	6	3,9	5	4,3	-0,5
BTG Pactual	13	7	3,3	7	3,3	0,1
Votorantim Asset Management DTVM	10	8	2,6	9	2,7	-0,1
Concórdia Corretora	10	9	2,6	8	3,3	-0,7
Gavea Jus I	8	10	2,1	20	1,4	0,7
Dez maiores	199		51,2	196	53,3	-2,1
Total	389		100,0	368	100,0	

Critério: Ordenam os gestores de FIDC por montante agregado de PL dos fundos no último dia do ano de 2013. Os *rankings* anuais consideram apenas os fundos que efetivamente entraram em operação, através de sua primeira emissão de cotas, durante o ano de 2013. O fundo cujo valor do PL não tenha sido divulgado para o dia em questão não é considerado para os *rankings*.

Fonte: Uqbar

Originador dos direitos creditórios:

Nome dado à instituição que origina os créditos que serão cedidos à entidade emissora e que servirão de lastro para os títulos de securitização. Em muitas operações de securitização o originador é também o cedente dos créditos.

Uma das características mais importantes e inovadoras desses Fundos de Recebíveis diz respeito à classificação de suas cotas (ou quotas), que podem ser identificadas como preferenciais (sênior) ou subordinadas, para fins de amortização e resgate. As nomenclaturas mais utilizadas são:

➤ Cota sênior: Título de classe sênior emitido por FIDC abertos ou fechados. FIDC podem emitir apenas uma única classe de cotas sênior, mas podem, no caso de FIDC fechados, emitir cotas sênior em várias séries. Cotas

sênior não são títulos de renda fixa e apresentam remuneração estimada baseada em um ⁷*benchmark*;

➤ Cota subordinada: Título de classe subordinada emitido por FIDC abertos ou fechados. FIDC podem emitir cotas de várias classes subordinadas, mas todos devem representar uma única série. Cotas subordinadas não são títulos de renda fixa e apresentam remuneração estimada baseada no valor residual do fundo;

➤ Cota mezanino: Título de classe subordinada emitido por FIDC abertos ou fechados que apresenta prioridade de pagamento em relação a uma ou mais cotas de classes subordinadas, e subordinação em relação às cotas de classe sênior.

O valor das cotas é normalmente calculado diariamente de acordo com as seguintes metodologias:

➤ Para as cotas sênior ou mezanino - o menor entre o patrimônio líquido do fundo dividido pelo número de cotas desta classe e o valor da cota no dia útil anterior, acrescido da remuneração estimada atribuída para esta classe de cota.

➤ Para as cotas subordinadas - o resultado da divisão do patrimônio líquido do fundo, deduzido do valor total de todas as cotas sênior e mezanino, pelo número de cotas desta classe (subordinada).

De regra, as carteiras dos FIDCs podem ser constituídas de direitos creditórios oriundos de um único segmento de mercado (ou seja, essas carteiras podem conter apenas direitos creditórios de determinada atividade e/ou empresa). Tal prática facilita a análise da qualidade desses créditos adquiridos pelo fundo, proporcionando aos investidores uma maior segurança no que se refere aos riscos de investimento.

⁷ Benchmark: Termo em inglês para referência, que serve de ponto de comparação. Unidade universal com que outras classificações ou resultados podem ser comparados como superior, inferior ou igual. Operações de securitização realizadas por meio de FIDC usualmente chamam a remuneração alvo de algumas classes de cotas de benchmark.

6.3 Benefícios da Securitização

A securitização traz benefícios aos investidores, aos emissores de recebíveis e aos tomadores de crédito, entre outros agentes da economia. Aos investidores, ela cria fluxos de caixa diferenciados, trazendo mais opções de investimento, além de taxas mais atrativas. Para os tomadores de crédito, ela se mostrou efetiva ao reduzir o *spread* cobrado no crédito imobiliário norte-americano (Pinheiro e Savóia, 2008). Para as empresas originadoras de recebíveis, ela se apresenta como uma alternativa de financiamento (Goldberg, 2011), ferramenta de gestão de riscos (Catão et al, 2008), alternativa para melhorar os índices financeiros (Borges, 1998) e possibilidade de redução do custo de captação (Galdi et al, 2007).

Conforme a Anbima (2012), alguns benefícios para a empresa cedente dos direitos creditórios são:

- Gerar liquidez através da transferência de recebíveis para os fundos;
- Centralização de caixa;
- Acesso ao mercado de capitais com diminuição do custo de captação em virtude da obtenção de *rating* diferenciado;
- Planejamento financeiro e fiscal.

Para o investidor, os principais atrativos são:

- A obtenção de remuneração compatível com o risco e natureza do investimento;
- Nos FIDCs em que não há nenhuma coobrigação do cedente o risco dos cotistas está relacionado à estrutura do fundo (cotas subordinadas/excesso de *spread*) e a capacidade de pagamento dos devedores;
- Instrumento de dívida que normalmente apresenta sobrecolateralização além de gatilhos que antecipam uma piora na estrutura do fundo;
- FIDCs guardam como característica única o envolvimento e participação de diversas entidades o que lhe confere confiabilidade e a necessidade de acompanhamento constante das operações (administradores, gestores, custodiantes, estruturadores, distribuidores, agências de *rating*, empresas de auditoria e escritórios de advocacia);
- Instrumento de investimento regulado e autorregulado.

Os FIDC têm se consolidado como instrumentos de securitização, em virtude de uma série de vantagens que oferecem a seus participantes. Antes da criação dos FIDC, com a exceção das companhias securitizadoras de crédito imobiliário (emitentes dos CRI), operações de securitização exigiam a instituição de Sociedades de Propósito Específico (SPE), o que significava a criação de uma sociedade anônima e a incidência de todos os custos fiscais correlacionados. Os FIDC não têm personalidade jurídica, o que desonera o custo fiscal, uma vez que não implica em pagamento de tributos como PIS, IRPJ, CSSL e Cofins. Além do tratamento tributário favorável, a falência desses fundos é tida como remota e, a depender de sua composição e *rating*, eles podem oferecer crédito de alta qualidade (custo menor e prazo maior) para empresas cedentes dos direitos creditórios, e redução de riscos e lastro diversificado se comparado com outros fundos de renda fixa, do ponto de vista do investidor (ANDIMA, 2006). Como estes fundos são tidos como instrumentos de renda fixa pela Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID), eles têm seu desempenho acompanhado, como os demais fundos de renda fixa operados no Brasil.

A securitização de recebíveis, portanto, corresponde a um processo de transformação de um conjunto de créditos presentes e futuros em garantia colateral ou em uma posição proprietária de um título especialmente criado com esse objetivo. Essa explicação ficará mais clara através de alguns exemplos (EFC, 2009):

- É possível financiar investimentos de modernização de um porto que atua em exportações através da criação de uma empresa que opere essa área do porto que será modernizada e retenha, para pagamento do investimento, as receitas líquidas obtidas com os embarques de exportação; é preciso provar que o projeto tem viabilidade econômica e que é autofinanciável;
- É possível sanear o passivo financeiro de curto prazo de uma empresa exportadora de ⁸*commodities* através de uma operação de securitização de recebíveis de exportações desde que se consiga demonstrar com segurança a continuidade das exportações futuras e mostrar a viabilidade da empresa após

⁸ Commodities: Commodity é um termo de língua inglesa (plural commodities), que significa mercadoria. É utilizado nas transações comerciais de produtos de origem primária nas bolsas de mercadorias.

o saneamento de seu passivo financeiro com o aporte de dinheiro obtido através da operação de securitização;

➤ É possível alongar os passivos de curto prazo e baratear os custos financeiros de uma indústria química ou farmacêutica securitizando de modo rotativo seus recebíveis ou seus contratos de longo prazo.

Quadro 13 – Exemplos de Ativos Securitizados.

Exemplos de Ativos Securitizados	
Leasings de Aeronaves	Financiamentos de Casas Pré-Fabricadas Transportáveis
Financiamento de Autos	Financiamentos Hipotecários de Imóveis
Leasings de Autos	Leasing de vagões
Financiamentos de Barcos	Imóveis
Recebíveis de Cartões de Crédito	Financiamentos de Veículos de Recreação
Financiamento de Giro de Concessionários (<i>Floorplans</i>)	Fluxo de <i>Royalties</i>
Leasings de Equipamentos	<i>Stranded Utility Costs</i> (*)
Empréstimos garantidos por Imóveis	Duplicatas
Leasings de Containers Marítimos e de Chassis	Financiamentos de Caminhões
(*) Compensações financeiras por custos incorridos pelas Distribuidoras de Energia Elétrica devido a mudanças regulatórias nos EUA	

Fonte: Moody's

De acordo com Efc, 2009, a securitização de recebíveis é um meio para o Brasil se tornar mais competitivo face à globalização e seus desafios, tais como a criação de empregos e ganhos de produtividade. É também um instrumento de engenharia financeira que ajuda baixar as taxas de juros via desintermediação financeira.

Na estruturação de um FIDC, uma empresa cede de maneira definitiva os recebíveis ao Fundo que emitirá cotas a serem adquiridas por investidores qualificados conforme definido pela CVM. Essa estrutura cria certa blindagem ao fundo com relação a problemas que a cedente pode vir a ter. Além disso, os FIDCs apresentam outras formas de mecanismos de reforço de crédito (⁹*credit enhancements*) das quais vale destacar:

a) cotas de classes subordinadas – cotas que se subordinam às cotas seniores para efeitos de amortização e resgate. Em geral são de titularidade do cedente;

⁹ Credit Enhancements: Termo em inglês para Reforços de crédito e de liquidez.

b) *spread* excedente – originado da taxa de desconto na compra de recebíveis;

c) outras garantias – Pode-se citar a contratação de seguros, contratos alienação fiduciária e coobrigações e garantias por parte do cedente.

6.4 Gestão de Riscos

A securitização apresenta riscos, como qualquer outra modalidade de investimento. Pinheiro e Savóia (2008) citam que os agentes reguladores tendem a ver a securitização com cautela devido a duas razões: em primeiro lugar, com a ênfase em originar ativos, bancos podem perder o incentivo a manter a disciplina na concessão de crédito, o que pode elevar o risco dos sistemas financeiros; e em segundo, com a venda das operações de crédito, reduz-se o impacto das normas que visem adequar o capital das instituições e de outras medidas prudenciais.

Ainda complementando Pinheiro e Savóia (2008), o risco dos FIDC para o investidor em cotas sênior é consideravelmente baixo e é altamente provável que ele obtenha retorno igual à taxa indicativa do fundo. Para o investidor em cotas subordinadas, geralmente adquiridas pela companhia que originou os recebíveis, o risco de que o retorno seja inferior à taxa de juros básica da economia é baixo, graças aos elevados *spreads* praticados no mercado financeiro brasileiro.

O fundo deve formar sua carteira considerando os riscos relativos a essas características dos recebíveis, prazos, adimplência dos sacados, concentração por grupo econômico ou sacado, e também das empresas cedentes. Neste último caso, deve ser analisada a capacidade da empresa cedente de originar novos recebíveis e sua ¹⁰*performance*.

Em síntese, a avaliação de um fundo em direitos creditórios incorpora a qualidade dos recebíveis, o reforço de crédito para cobrir perdas eventuais das cotas seniores (através de emissão de cotas subordinadas, de *spread* excedente originário da taxa de desconto e de seguro), o estabelecimento de

¹⁰ Performance: É um substantivo feminino com origem na língua inglesa que significa realização, feito, façanha ou desempenho.

cláusulas para a liquidação antecipada do fundo e uma estrutura jurídica que garanta a venda definitiva e irrevogável dos recebíveis de crédito.

Pode-se compreender, com base em Efc (2009), que os títulos gerados pela garantia de recebíveis (¹¹*asset backed securities*) se constituem em uma das classes mais seguras de investimentos, por terem riscos muito menores do que outros títulos privados. Contudo, o ¹²*default* não é impossível, mas as chances de recuperação são maiores do que nos outros casos. A falha da securitização se mede pelos diferentes riscos que podem estar envolvidos.

O primeiro desses riscos depende do sucesso de se materializar o fluxo de caixa projetado, o qual depende da qualidade atual e futura dos ativos, que não devem se deteriorar. Esse risco é chamado de *asset quality risk* ou risco da qualidade dos ativos. A medida desse risco pelo estruturador da operação pode levar à solicitação de garantias adicionais para absorver eventuais faltas do fluxo de caixa regular (¹³*over-collateralization*).

O segundo tipo de risco é chamado de “risco intrínseco” da securitização e envolve os riscos inerentes à estruturação da operação. A mesma não pode ser afetada pela falência do vendedor dos ativos ou de outra qualquer parte da transação. Esse risco deve ter proteções previstas pela arquitetura legal. Efc (2009) cita o caso da falência da Continental Airlines, na qual o Juiz determinou que os recebíveis de uma securitização fossem substituídos por aviões. Portanto, existem riscos que advém de falhas de estruturação jurídica da operação ou por lacunas legais de regulamentação. Há ainda o risco de fraude, que, afinal, existe em toda transação financeira, mas cresce com o aumento do número de participantes e com a complexidade da estruturação. Usam o critério do “elo mais fraco” para avaliar os riscos de estruturação.

Terceiras partes podem também falhar, já que estão envolvidas com a operação: serviços do ¹⁴*trustee*, entidade encarregada de servir de guarda para

¹¹ Asset Backed Securities: Termo em inglês para designar genericamente títulos mobiliários lastreados em ativos, cujos fluxos de caixa constituem a principal fonte de pagamento do principal e do rendimento destes títulos. Exemplos típicos de ativos que lastreiam estes títulos são empréstimos para crédito pessoal, recebíveis de cartões de crédito, recebíveis comerciais, contratos de arrendamento mercantil entre outros. Em alguns países, como os Estados Unidos, a denominação ABS não inclui operações cujos ativos- lastro são créditos imobiliários.

¹² Default: Atraso ou não pagamento de título ou cupom na data de seu vencimento. Declaração de insolvência do devedor, decretada pelos credores quando as dívidas não são pagas nos prazos estabelecidos.

¹³ Over-collateralization: Termo em inglês que significa Sobre-garantia.

¹⁴ Trustee: Termo em inglês que designa uma instituição formada para atuar como agente fiduciário para pessoas físicas ou jurídicas na administração de fundos, contratos de custódia e outros serviços afins.

o fluxo financeiro da operação, seguradoras, bancos envolvidos, advogados, assessorias, etc. As agências de *rating*, que dão notas de qualidade para cada lançamento, usando o critério do elo mais fraco para avaliar os riscos da estruturação. Um particular risco estrutural é o de soberania, que leva em conta o país proprietário dos ativos securitizados.

7 CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS

Securitização de recebíveis ainda é um conceito que está em desenvolvimento no Brasil e tem crescido significativamente nos últimos anos, abrangendo novos segmentos de mercado por meio dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC). Em função disso, propôs-se adotar na pesquisa um referencial teórico com os principais conceitos, procedimentos e participantes envolvidos na securitização, bem como esclarecer as características e o funcionamento das suas operações.

O trabalho apresentado atinge os objetivos indicados, evidenciando a relevância que o mercado tem atribuído ao FIDC como facilitador das operações de securitização no Brasil. A partir de uma estrutura básica definida, foi mostrado que a securitização pode ser adaptada dependendo dos objetivos a que ela se propõe, com vários formatos de FIDC's que diferentes investidores. Identificaram-se as regulamentações e os procedimentos utilizados na formação do FIDC, observando as normativas criadas que alteraram alguns dos critérios estabelecidos pela CVM recentemente, aprimorando a fiscalização com a finalidade de evitar fraudes. Comparativamente a outros tipos de valores mobiliários, os FIDC's ainda possuem um extenso mercado que pode ser ampliado em outras atividades econômicas e por diferentes classes de investidor (Vide Gráfico - 3 Pg. 14 e Gráfico - 4 Pg. 20).

Outros tópicos sugeridos consistiram em citar os benefícios da securitização para a empresa cedente dos direitos creditórios, para o investidor e os envolvidos no fluxo, especialmente pelo fato da cota de FIDC ser o único título não vinculado a um segmento econômico específico, visto que pode ser utilizado para o financiamento de qualquer segmento da economia. Também foram apontados os riscos inerentes à qualidade dos ativos, à estrutura das operações e às falhas de terceiros, que proporcionalmente comparado a outras modalidades de investimento envolve riscos menores.

Consequentemente, variáveis determinantes devem ser analisadas, como a interferência do Estado na economia ao definir o crescimento desejado para o país, as taxas de juros locais, a política utilizada para o controle da

inflação, a classificação de risco do país, entre outros, que influenciam diretamente no mercado de capitais.

É necessário, pois considerar que alguns dos principais obstáculos ao crescimento das operações de securitização de recebíveis no Brasil estão nos problemas judiciais para acelerar ações envolvendo o mercado de capitais, sobretudo nas causas trabalhistas, fiscais e legais, assim como nos empecilhos regulatórios, seja do BACEN seja da CVM. Além disso, não se deve deixar de lado que os bancos no Brasil resistem a essa concorrência, criando meios de impedir seu avanço.

O cenário nacional atual aponta para o aumento da utilização do crédito privado como forma de financiamento do desenvolvimento econômico e, ao mesmo tempo, como alternativa de investimento no Brasil. Diante disso, um assunto que foi apenas referenciado e que merece um aprofundamento em futuros estudos é a questão de possíveis ativos objetos de securitização no Brasil, que comparado a outros países, principalmente aos Estados Unidos, possui segmentos de mercado inexplorados (Vide Quadro - 13 Pg. 41).

Essas considerações são reforçadas, pela constatação de que ainda é necessário um amadurecimento gradual de outras modalidades de securitização, além da escassez de informações e estatísticas dos atributos dos FIDC, que por consequência, apresentariam mais transparência para o mercado brasileiro.

REFERÊNCIAS

ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Disponível em <www.anbima.com.br> Acesso em: Abril 2014.

ANDIMA - ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DE MERCADO FINANCEIRO. Câmara de Custódia e Liquidação. **Produtos de captação - FIDC: Fundo de Investimento em Direitos Creditórios**. Estudos Especiais. Rio de Janeiro, 2006.

BORGES, Luiz Fernando Xavier. - **Securitização como parte da Segregação de Risco**. Artigo da revista do BNDES, vol. 6, nº 12, 1999.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM Nº356, de 17 de dezembro de 2001**. Brasília, 2001.

CATÃO et al. **Securitização de Recebíveis no Setor Bancário Brasileiro: um Estudo Empírico**, Revista Brasileira de Finanças 2009 Vol. 7, No. 3.

CLARKSON, B.; BECKER, K. 2003. **Desmistificando a Securitização para Investidores sem Proteção de Garantias**. Moody's Investors Service – Global Credit Research. Disponível em <<http://www.uqbar.com.br/informativa/biblioteca/biblioteca.jsp?categoria=5>>. Acesso em: Maio 2014.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários. Banco de Dados. Disponível em <www.cvm.gov.br>. Acesso em: Novembro de 2013 a Junho de 2014.

EFC - Engenheiros Financeiros & Consultores. **Operações financeiras de securitização de recebíveis e de fundos de direitos creditórios: conceitos e aplicações para financiamento de exportações, construção habitacional, rodovias, saneamento empresarial, alongamento de passivos caros, etc**. São Paulo, 2009. Disponível em <http://www.efc.com.br/docs/SECURITIZACAO_DE_RECEBIVEIS.pdf>. Acesso em: Maio 2014.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 17. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2008.

GALDI, F.C. et al. **Securitização**. In: LIMA, I.S.; LIMA, G.A.S.F.; PIMENTEL, R.C. (Coord.) Curso de Mercado Financeiro Tópicos Especiais, 1. ed. São Paulo: Atlas, 2007. cap. 6.

GOLDBERG, Marcelo de Biazzi. **A securitização de recebíveis e seu impacto no valor das originadoras**: evidências do mercado brasileiro. Dissertação (Mestrado em Economia) – Escola de Economia, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2011.

LUXO, J. C. A. **O Impacto da Securitização de Ativos nos Indicadores Financeiros e no Beta das Empresas**, Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo. 2007.

MACHADO, Camila D. **Securitização de ativos imobiliários no Brasil: Análise Comparativa com o México**. Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2009.

PINHEIRO, F. A. P.; SAVOIA, J.R.F. **Securitização dos Recebíveis - Análise dos Riscos Inerentes**, Revista Brasileira de Finanças 2009 Vol. 7, No. 3.

UQBAR. Disponível em: <www.uqbar.com.br> Acesso em: Novembro de 2013 a Abril de 2014.